

➤ **事件概述:** 1月22日, 江苏吴中发布公告, 其孙公司达透医疗收到国家药监局颁布的《医疗器械注册证》, 聚乳酸面部填充剂 AestheFill 正式获批。

➤ **“医美再生注射剂”AestheFill 在全球拥有丰富的临床使用经验且市场销售反馈良好。** ① **产品介绍:** AestheFill 产品为韩国知名医美企业 REGEN Biotech, Inc.研发的一款“医美再生注射剂”, 由 PDLLA 微球和羧甲基纤维素钠组成; “医美再生注射剂”是以生物刺激性材料为主要成分, 通过微球刺激人体自身胶原蛋白的再生从而起到重塑紧致、美容抗衰作用的皮肤填充剂, 目前全球范围内已上市的医美再生注射剂主要产品的微球粒子可分为 PLLA、PDLLA、PCL 和羟基磷灰石四类, PDLLA 微球由于呈海绵状多孔微球结构的特性, 相同质量下体积更大, 即刻塑形效果更为明显, 且可以促进胶原纤维沿着多孔微球结构生长进微球内部, 从而更有效地促进胶原蛋白的再生, **对比 PLLA 看, PDLLA 的微球粒子是有多个微孔的海绵状微球, 体积量大, 具有更强支撑能力和更快速刺激胶原蛋白的能力; PDLLA 刺激胶原蛋白生成速度仅需 2-3 周, 刺激胶原蛋白再生速度快于 PLLA (2-3 个月)、PCL (1-3 个月) 及羟基磷灰石 (2-3 个月); 此外, PDLLA 在全球拥有丰富的多浓度使用临床经验, 可根据面部不同组织的软硬程度制定多种浓度的复配方案, 实现个性化定制, 在中国台湾地区市场又称“百变童颜”。** ② **海外销售情况:** AestheFill 产品 2014 年首次在韩国获批上市, 目前已在全球 60 余个国家和地区上市销售。据头豹研究院发布的《2023 年中国医美再生注射剂行业概览》, **AestheFill 在中国台湾地区“医美再生注射剂”市场以近 30% 的份额排名第一, 且终端价格区间高于同类“医美再生注射剂”产品 Sculptra 和 Ellansé。**

➤ **再生材料产品认知度持续提升, 看好新品推广提供新增量。** 2021 年, 国内三款再生材料的医美产品获批上市, 消费者端教育不断强化, 同时随着产品在医美机构的布局持续深入, 加速提升消费者对再生材料的认知, 吸引更多企业布局再生材料市场, 市场空间十分广阔。**据头豹研究院, 预计到 2027 年, 中国大陆医美再生注射剂市场空间 (按机构进货价计算) 可达 115.2 亿元, 2025-2027 年复合增长率约 31.2%。** 2023 年 7 月, 爱美客推出再生材料新品如生天使, 主打面部轮廓紧致与柔美化 (与濡白天使外轮廓支撑与内轮廓高光塑造形成差异化互补), 不同再生材料产品在注射层次、打法与效果等方面存在差异, 产品的应用与推广需要时间进行充分的消费者教育, 以达到最好的注射效果。爱美客、长春圣博玛与华东医药少女针已具备较强的医生教育和消费者认知度, Sculpture 在海外市场具备较高的品牌知名度, **AestheFill 可结合即时填充与刺激胶原蛋白再生双重效果, 具有安全、自然、百变、速溶的特点, 具备广阔的市场前景, 看好新品推广提供新增量。**

➤ **依托药企基因快速切入医美赛道, 重点聚焦非手术类医疗美容上游产品端。** 1) **进口+自研初步形成较为完善的高端医美产品管线矩阵。** ①通过尚礼汇美稳步推进其引进的韩国医美企业 Humedix 最新一款注射用双相交联合利多卡因透明质酸钠凝胶产品的临床工作, 截至 23H1, 已完成临床入组; ②通过达透医疗稳步推进其引进的韩国公司 RegenBiotech, Inc 一款聚双旋乳酸产品 AestheFill 的注册工作, 已获得 NMPA 证书, **据公司公告, AestheFill 产品注册证的取得, 有利于进一步增强公司医美生科产品在国内外市场拓展与综合竞争力, 公司已准备好 AestheFill 的上市相关推广工作, 预计将于 2024 年上半年在中国大陆正式上市销售。** 在自主研发方面, 完成利丙双卡因乳膏和去氧胆酸注射液两款药物的立项工作, 分别对应表皮麻醉和局部溶脂。公司还完成了两款重组 III 型胶原蛋白填充剂的立项工作。公司高端医美产品管线进展: 外科整形用聚乳酸填充物 (进口代理) /注射用双相交联合利多卡因透明质酸钠凝胶 (进口代理) /重组胶原蛋白填充剂/去氧胆酸注射液/利丙双卡因乳膏分别处于 CMDE 技术评审/临床阶段/实验室研究/仿制药药学研究/仿制药药学研究阶段。2) **深度布局重组胶原蛋白的研发及产业化。** 充分发挥生物制药厂的经验优势, 引进先进技术, 深度布局重组胶原蛋白领域。2022 年 7 月, 吴中美学与浙江大学杭州国际科创中心成立了“生物与分子智造平台-吴中美学重组胶原蛋白联合实验室”, 开展重组胶原蛋白创新型研究。公司从海外独家引进了具备三聚体结构的重组 III 型人源化胶原蛋白生物合成技术。3) **快速组建经验丰富、执行力一流的研产销团队。** 围绕研发、生产、营销三个环节不断引入高端人才, 医美板块合计员工人数超 40 人。

➤ **盈利预测:** 公司具有深厚药企基因, 发力布局医美业务, 有望在高成长赛道拉动整体利润上行。预计 24-25 年公司实现营收 28.32 与 31.74 亿元, 分别同比+24.0%与+12.1%; 归母净利润为 1.38 与 1.81 亿元, 对应 24-25 年 PE 为 42 与 32 倍, 维持“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示:** 行业竞争格局加剧, 募投项目进展不及预期, 下游需求不及预期等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,026	2,284	2,832	3,174
增长率 (%)	14.1	12.7	24.0	12.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-76	8	138	181
增长率 (%)	-435.4	110.3	1664.6	31.0
每股收益 (元)	-0.11	0.01	0.19	0.25
PE	-	742	42	32
PB	3.2	3.2	3.0	2.7

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 1 月 22 日收盘价)

谨慎推荐

维持评级

当前价格:

8.15 元



分析师 刘文正

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书: S0100522080003

邮箱: zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书: S0100123060038

邮箱: zhujingjing@mszq.com

相关研究

- 江苏吴中 (600200.SH) 2023 年三季度点评: 前三季度净利润扭亏为盈, 医美产品矩阵布局日臻完善-2023/10/31
- 江苏吴中 (600200.SH) 2023 年中报点评: 23H1 净利润扭亏为盈, 医美产品矩阵布局初步形成-2023/08/29
- 江苏吴中 (600200.SH) 2022 年年报及 2023 年一季报点评: 23Q1 盈利能力明显改善, 看好医美管线持续布局-2023/04/27
- 江苏吴中 (600200.SH) 首次覆盖报告: 深耕医药制造, 赋能医美发展-2023/03/07

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,026	2,284	2,832	3,174
营业成本	1,447	1,601	1,772	1,916
营业税金及附加	14	15	20	23
销售费用	448	515	671	781
管理费用	117	120	152	170
研发费用	29	32	40	45
EBIT	-16	25	192	241
财务费用	71	39	39	38
资产减值损失	-2	-2	-1	-2
投资收益	12	20	20	18
营业利润	-75	5	172	218
营业外收支	0	4	-10	-5
利润总额	-75	9	163	213
所得税	3	1	24	32
净利润	-78	8	138	181
归属于母公司净利润	-76	8	138	181
EBITDA	33	78	251	306

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,477	1,389	1,438	1,834
应收账款及票据	859	1,188	1,241	1,031
预付款项	26	16	18	19
存货	113	156	169	182
其他流动资产	254	32	36	38
流动资产合计	2,730	2,781	2,901	3,103
长期股权投资	426	446	466	484
固定资产	223	231	238	244
无形资产	102	107	111	115
非流动资产合计	1,180	1,227	1,258	1,287
资产合计	3,910	4,008	4,160	4,390
短期借款	1,370	1,370	1,370	1,370
应付账款及票据	240	184	199	210
其他流动负债	245	448	446	484
流动负债合计	1,856	2,002	2,015	2,064
长期借款	165	128	128	128
其他长期负债	65	47	48	48
非流动负债合计	231	175	176	176
负债合计	2,086	2,178	2,191	2,240
股本	712	712	712	712
少数股东权益	20	20	20	20
股东权益合计	1,824	1,831	1,969	2,150
负债和股东权益合计	3,910	4,008	4,160	4,390

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	14.12	12.73	23.99	12.07
EBIT 增长率	31.74	259.13	654.91	25.43
净利润增长率	-435.43	110.27	1664.60	31.04
盈利能力 (%)				
毛利率	28.61	29.91	37.42	39.63
净利润率	-3.76	0.34	4.88	5.70
总资产收益率 ROA	-1.95	0.20	3.32	4.12
净资产收益率 ROE	-4.22	0.43	7.09	8.50
偿债能力				
流动比率	1.47	1.39	1.44	1.50
速动比率	1.30	1.29	1.34	1.40
现金比率	0.80	0.69	0.71	0.89
资产负债率 (%)	53.36	54.33	52.67	51.03
经营效率				
应收账款周转天数	154.79	190.00	160.00	120.00
存货周转天数	28.42	36.00	35.00	35.00
总资产周转率	0.53	0.58	0.69	0.74
每股指标 (元)				
每股收益	-0.11	0.01	0.19	0.25
每股净资产	2.53	2.54	2.74	2.99
每股经营现金流	0.08	0.11	0.33	0.75
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	-	742	42	32
PB	3.2	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	179.42	76.46	23.83	19.50
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	-78	8	138	181
折旧和摊销	49	53	58	65
营运资金变动	22	-13	-10	228
经营活动现金流	56	82	234	532
资本开支	-41	-61	-79	-81
投资	-116	0	0	0
投资活动现金流	61	-75	-79	-81
股权募资	0	0	0	0
债务募资	222	-37	-50	0
筹资活动现金流	115	-95	-106	-56
现金净流量	232	-88	50	395

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026